

2019 年 04 月 23 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

59

**公司基本信息**

产业别	家用电器
A 股价(2019/4/23)	52.27
深证成指(2019/4/23)	10124.66
股价 12 个月高/低	58.05/34.1
总发行股数(百万)	6591.75
A 股数(百万)	6450.24
A 市值(亿元)	3371.54
主要股东	美的控股有限公司(33.56%)
每股净值(元)	12.60
股价/账面净值	4.15
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.6 26.1 2.7

**近期评等**

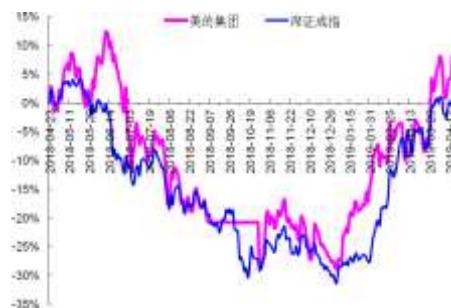
出刊日期	前日收盘	评等
2019-01-14	39.45	买入

**产品组合**

空调及零部件	58.3%
小家电	25.0%
洗衣机及零部件	7.0%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	6.6%
一般法人	44.4%

**股价相对大盘走势**

**美的集团(000333.SZ)**

Buy 买入

2018 年净利同比增长 17%, 符合预期

**结论与建议:**

- 公司业绩:** 公司 2018 年实现营收 2618 亿元, YOY+8.2%, 录得净利润 202 亿元, YOY+17.1%, 扣非后净利为 201 亿元, YOY+28.5%, 公司 EPS 为 3.08 元, 业绩符合我们的预期。公司 Q4 单季度实现营收 544.2 亿元, YOY+0.5%, 录得净利 23.3 亿元, YOY+2.0%, 扣非后净利为 28.1 亿元, YOY+70%, 公司 Q4 营收增速放缓主要是由于 KUKA Q4 单季营收 YOY-10% 所致, 而 Q4 净利微增, 但扣非净利大幅增长一方面是 2017 年处置资产收益较多, 另一方面是 2018Q4 投资亏损所致。公司分红预案为每 10 股派发现金红利 13 元 (股息率约为 2.4%), 分红比例为净利润的 42%, 若考虑到回购 40 亿元, 实际分红比例为 62%, 已处于 A 股较高水平。
- 家电业务稳健, KUKA 不及预期:** 分业务来看: (1) 公司空调业务实现营收 1094 亿元, YOY+14.7%, 毛利率同比增加 1.6 个百分点至 30.6%; (2) 冰箱洗衣机及小家电业务共实现营收 1030 亿元, YOY+4.3%, 冰洗稳健, 小家电增速回落, 毛利率同比增加 1.8 个百分点至 29.2%, 东芝在费用端削减 0.9 亿元 实现扭亏 (3) 机器人业务实现营收 256.8 亿元, YOY-5.0%, 除了受到汽车行业下行影响外, 公司主动调整管理架构对公司短期销售也造成了一定的影响, 毛利率同比上升 8.4 个百分点至 22.9%, 已接近 KUKA 正常毛利率, 主要是摊销影响减少所致。总体来看, 空调增长相对不错, 冰箱、洗衣机稳健, 小家电中厨电受去库存影响回落较大, KUKA 销售未达预期。
- 毛利率提升, 费用增加:** 总体来看, 公司综合毛利率为 28.1%, 同比提升 2.7 个百分点, 主要得益于产品升级以及 KUKA 摊销减少。销售费用率为 11.9%, 同比增加 0.8 个百分点, 管理+研发费用率为 6.9%, 同比增加 0.8 个百分点, 主要是由于股权激励摊销及研发支出增加较多所致; 公司财务费用率为-0.7%, 同比下降 1 个百分点, 主要由于汇兑收益所致。总体来看, 公司期间费用率为 18.0%, 同比增加 0.5 个百分点。
- 2019 毛利率还有提升空间, 品牌战略布局更加清晰:** (1) 公司产品的主要原材料铜、钢、塑料等价格目前均有所回落, 若延续这一趋势, 我们预计公司 2019 年毛利率将有继续提升的空间, 将继续推动净利增长。(2) 公司前期发布高端品牌 COLMO, 换股吸收合并小天鹅, 以及发布年轻化新品牌华凌, 使得公司品牌战略布局更加清晰, 将更有助于公司满足各层级的细分需求, 进一步提升市场份额。(3) 另外, 近期国家发改委已发布促进汽车、家电消费的征求意见稿, 拟对于置换二级能效以上的给予总价 13% 的补贴(不超过 800 元) 预计随着政策的正式落地将会对家电销售起到一定带动作用。(4) KUKA 短期业绩虽不及预期, 但是考虑到公司对 KUKA 管理架构变扁平化的调整和对国内工业机器人、医疗、仓储自动化在中国市场的拓展, 以及国内 2024 年 10 万台的产能目标, 我们看好公司机器人业务的长远发展。
- 盈利预测与投资建议:** 短期来看, 公司难免会受到行业整体大周期波动的影响, 但公司凭借龙头优势预计仍将实现相对稳健的增长, 若国家促进家电消费的政策落地, 预计增速将会有提升。从中长期来看, 公司整合东芝、Clivet、小天鹅等, 将会增强公司的技术实力和在全球的影响力, 利于公司的长期发展, 整合库卡集团又将使得公司直接站在智能制造的高点, 提升效率并可拓展新的增长点, 另外公司多层面、常态化的股权激励也将利于公司业绩的稳健增长。我们预计公司 2019、2020 年可实现净利润为 220 亿元 (YOY+8.9%)、249 亿元 (YOY+12.9%), EPS 分别为 3.4 元、3.8 元, P/E 为 16X、14X, 目前估值相对合理, 我们继续给予“买入”的投资建议。
- 风险提升:** 需求大幅下滑; 原材料价格上涨; 汇率波动

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	14684	17284	20231	22023	24864
同比增减	%	15.56	17.70	17.05	8.86	12.90
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.29	2.66	3.08	3.35	3.79
同比增减	%	-23.41	16.16	15.79	8.87	12.90
市盈率(P/E)	X	22.83	19.65	16.97	15.59	13.81
股利 (DPS)	RMB 元	1.00	1.20	1.30	0.40	1.51
股息率 (Yield)	%	1.91	2.30	2.49	0.77	2.90

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30%  $>$  ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10%  $>$  ER  $>$  -10%)

卖出 Sell (-30%  $<$  ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

**附一：合并损益表**

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
营业收入	159842	241919	261820	277185	302393
经营成本	115615	180461	188165	198588	215057
营业税金及附加	1077	1416	1618	1663	1814
销售费用	17678	26739	31086	31876	34775
管理费用	9621	14780	9572	10256	11189
财务费用	-1006	816	-1823	-352	-302
资产减值损失	381	269	448	200	300
投资收益	1286	1830	907	1100	1100
营业利润	17436	21628	25564	27461	31286
营业外收入	1819	467	435	500	500
营业外支出	340	240	226	250	500
利润总额	18915	21855	25773	27711	31286
所得税	3053	3244	4123	4157	4693
少数股东损益	1178	1328	1420	1531	1729
归属于母公司所有者的净利润	14684	17284	20231	22023	24864

**附二：合并资产负债表**

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
货币资金	17196	48274	27888	32072	36882
应收账款	13455	17529	19390	23268	27922
存货	15627	29444	29645	28163	26755
流动资产合计	120621	169811	182689	219227	263073
长期股权投资	2212	2634	2713	3527	4586
固定资产	21057	22601	22437	24681	27149
在建工程	581	880	2078	2493	2992
非流动资产合计	49979	78296	81012	93163	107138
资产总计	170601	248107	263701	312391	370211
流动负债合计	89184	119092	130231	156277	187533
非流动负债合计	12440	46090	41016	42656	44362
负债合计	101624	165182	171247	198933	231895
少数股东权益	7850	9188	9382	30962	133136
股东权益合计	61127	73737	83072	82495	5179
负债及股东权益合计	170601	248107	263701	312391	370211

**附三：合并现金流量表**

百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
经营活动产生的现金流量净额	26695	24443	27861	30,647	33,712
投资活动产生的现金流量净额	-19781	-34740	-18642	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	160	19652	-13387	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	7326	9318	-3879	27247	30312

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。